

民营机制+长效激励

2015年4月10日

投资要点

- ❖ **广发证券上市定价合理区间 27.62~30.53 港元。**首先参照 A 股可比公司——海通、华泰、招商 2015 年 3.58 倍 PB 和 22.34 倍 PE 的平均估值，评估公司 A 股合理价格区间为 32.24 元~35.63 元（人民币）。再参照已经在 H 股挂牌的海通 A/H 溢价率 45.85%（2015 年 4 月 8 日），给予公司 H 股上市定价合理区间 27.62~30.53 港元/股。
- ❖ **H 股发行补充资本，进一步稳固业务领先地位。**假设超额配售选择权完全行使，则募集资金 320.79 亿港元，计划 50%用于融资融券及财富管理平台建设，20%用于投行业务和交易投资业务，30%用于推进各业务板块的国际布局和海外战略性收购。2014 年公司经纪业务排名行业第六，IPO 承销和资产管理规模排名第一，融资融券余额排名第二。
- ❖ **证券行业：金融利益格局重塑，代客理财加速存款搬家。**长期来看，经济增长和转型压力倒逼资本市场改革，直接融资崛起重新划分金融利益格局，券商作为资本市场的组织者是最大的受益者。短期来看，代客理财业务料将促发券商经纪业务转型和投资顾问业务落地，有助于提升券商对客户账户资产的把控能力，增加客户粘性，并通过市场筛选机制，留下优秀人才，提高券商服务品质和品牌效应，维持行业“强于大市”评级。
- ❖ **非国有控股的股权结构与市场化机制相辅相成。**公司是中国前十大券商中唯一的非国有控股公司。假设超额配售选择权完全行使，发行后公司第一大股东辽宁成大持股 16.40%，第二大股东吉林敖东持股 16.33%。分散的股权结构孕育了市场化机制。体现在：投行项目以民营企业为主，对项目具有话语权；投资业绩比较稳定，包括 2008 年在内持续盈利；海外战略立足中国（投资中国和中国投资），利润导向。
- ❖ **地域优势明显，零售业务高净值客户占比高。**公司拥有 249 家证券营业部，其中 44%位于广东，贡献 49%的经纪业务收入。珠三角、长三角和环渤海地区的营业部数量合计占比 76.6%。公司拥有 418 万名经纪业务客户，其中资产超过 500 万人民币的高净值客户有 1.45 万户，资产规模在 50 万-500 万人民币的财富管理客户有 19.30 万户。
- ❖ **投行业务与资金业务形成良性互动。**公司投行项目众多，预计 A 股发行注册制改革完成后，对于项目资源的把控力，会增强广发对于企业客户的粘性，增加托管业务规模，再通过质押融资等资金业务实现盈利。以投行业务增强客户拉力，通过资金业务实现盈利，投行业务与资金业务形成良性互动。
- ❖ **长效股权激励有望在证券法修订后出台。**2013 年，公司 15 家原始股东将部分股票，出售给广发证券工会所持信托，用于未来 15 年员工激励，目前信托持股已经在公开市场全部出售，以 2014 年股票均价计算的价值为 26.96 亿元。预计证券法修订后，从业人员持股有望合法化，公司有望利用该笔资金启动真正意义的股权激励。
- ❖ **风险因素：**1. 股票市场大跌。2. 佣金率加速下行。3. 交易量萎缩。
- ❖ **盈利预测和估值：**假设超额配售选择权完全行使，我们预计 2015/16 年公司实现净利润预测为 113.88/117.37 亿元，EPS 分别为 1.49/1.54 元/股，期末 BVPS 为 9.66/11.20 元。参照可比公司的估值水平及 A/H 溢价水平，我们认为广发证券 H 股上市定价合理区间为 27.62 港元~30.53 港元/股。

项目/年度	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入（百万元）	6,971	8,209	13,395	23,180	24,785
增长率 YoY %	17.3	17.8	63.2	73.0	6.9
净利润（百万元）	2,191	2,814	5,023	11,388	11,737
增长率 YoY%	6.2	28.4	78.5	126.7	3.1
每股收益 EPS（基本）（元）	0.37	0.48	0.85	1.49	1.54
净资产收益率 ROE%	6.6	8.1	12.7	15.5	13.7

资料来源：中信量化投资分析系统 注：EPS 为 A 股发行摊薄后（假设超额配售选择权完全行使）



首次报告

发行价格：18.85 港元

合理估值：27.62~30.53 港元

中信证券研究部

邵子钦

电话：0755-23835408

邮件：shaoziqin@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010513110004

田良

电话：0755-23835415

邮件：tianliang@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010513110005

童成墩

电话：0755-23835416

邮件：tongchengdun@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010513110006

主要数据

公司名称	广发证券
股票代码	000776
公司所在地	广东省广州市
发行前股本	5,919 百万股
本次发行数量	1,702 百万股
募投项目总额	320.79 亿港元

主要股东（发行后）

辽宁成大	16.40%
吉林敖东	16.33%
中山公用	9.01%
嘉峪关宏晟	3.45%
香江集团	3.08%
普宁信宏	1.91%

*假设超额配售选择权完全行使

主营产品收入占比（2014 年）

经纪业务	37.73%
投行业务	13.01%
投资业务	29.22%
资管业务	8.38%
利息收入	11.19%
其他收入	0.47%



目录

上市定价区间：27.62 港元~30.53 港元	1
H 股发行进一步稳固业务领先地位	2
证券行业：金融利益格局重塑，代客理财加速储蓄搬家	2
资本市场大发展，金融利益格局重塑	2
代客理财加速储蓄搬家	2
唯一非国有控制的大券商	4
零售业务具备高净值客户基础	4
投行业务与资金业务形成良性互动	4
超越同行的投资能力	4
定位：中国投资和投资中国	5
团队稳定和长效激励相辅相成	5
风险因素	5
业绩预测	6

插图目录

图 1：美国四大投行利润、收入、资产占比	3
图 2：中国证券公司集中度	3

表格目录

表 1：可比上市公司财务及业务规模	1
表 2：可比上市公司估值	1
表 3：券商股 A/H 溢价率水平	1
表 4：融资结构国际比较	3
表 5：证券行业盈利预测	3
表 6：广发自营业务收益率同业比较	5
表 7：2015-2016 年广发证券盈利假设	6
表 8：广发证券财务预测	6



上市定价区间：27.62 港元~30.53 港元

广发证券主营业务在 A 股市场，并且 A 股市场与广发可比的上市券商较多，对于广发 H 股的定价，我们先采用 A 股可比公司估值水平给与广发 A 股合理定价，再通过 AH 折价水平确定 H 股合理价格。

从资产规模、盈利规模和业务份额上看，与广发证券可比的上市券商是海通证券、华泰证券和招商证券，各公司的估值情况如下表。三家可比券商 2015 年平均 PB 为 3.58 倍，平均 PE 为 22.34 倍。

假设超额配售选择权完全行使，我们预计广发证券 2015 年归属于母公司股东的净利润为 113.88 亿元（除特殊说明外均为人民币，下同），年末净资产为 736.38 亿元，摊薄后的 EPS 为 1.49 元，BVPS 为 9.66 元。

给予公司与同行相同的估值水平，PB 估值法下的合理价值为 34.58 元，PE 估值法下的合理价值为 33.29 元，取平均数并上下浮动 5%，广发证券 A 股合理价格区间为 32.24 元~35.63 元（人民币）。

在与广发可比的三家券商中，海通证券已经在 H 股挂牌，根据最近的收盘价格计算海通 A/H 溢价 45.85%（2015 年 4 月 8 日），给与广发与海通相同的 A/H 溢价率，广发 H 股上市定价合理区间为 27.62~30.53 港元/股。

表 1：可比上市公司财务及业务规模

公司	代码 (A 股)	2015 年 1-2 月 经纪业务份额%	2015 年 2 月末 融资融券余额 (亿元)	净利润 (百万元)		年末净资产 (百万元)	
				2014	2015E	2014	2015E
海通证券	600837.SH	5.35	625	7,711	14,911	68,364	104,830
华泰证券	601688.SH	7.80	705	4,486	10,975	41,299	67,626
招商证券	600999.SH	4.46	660	3,851	8,453	41,537	48,466
广发证券	000776.SZ	4.61	720	5,023	11,388	39,611	73,638

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：假设华泰证券 2015 年 5 月完成 H 股融资 200 亿元 RMB，假设海通 2015 年 5 月完成 H 股

增发融资 240 亿元 RMB

表 2：可比上市公司估值

简称	代码 (A 股)	PE (x)				2015E BVPS (元)	2015E PB (x)	2015E ROE
		13	14	15E	16E			
海通证券	600837.SH	65.99	34.53	21.43	19.82	9.11	3.05	14.22%
华泰证券	601688.SH	80.68	39.78	20.33	19.85	9.66	3.30	16.23%
招商证券	600999.SH	95.80	55.48	25.27	24.50	8.34	4.41	17.44%
平均		80.82	43.26	22.34	21.39	-	3.58	12.50%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 4 月 8 日收盘价

表 3：券商股 A/H 溢价率水平

	A 股价格 (RMB)	H 股价格(HKD)	H 股价格 (RMB)	A/H 溢价率
海通证券	27.78	23.80	19.05	45.85%
中信证券	36.08	34.15	27.33	32.01%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 4 月 8 日收盘价

H 股发行进一步稳固业务领先地位

募集资金 320.79 亿港元，约 50%用于融资融券业务。发行前广发证券股本为 59.19 亿股，假设超额配售选择权完全行使，本次 H 股 IPO 发行 17.02 亿股，发行价格 18.85 港元/股，募集资金 320.79 亿元。募集资金 50%用于融资融券及财富管理平台建设，20%用于投行业务和交易投资业务，30%用于推进各业务板块的国际布局和海外战略性收购。

核心业务均处行业领先地位

- 经纪业务：2014 年广发证券排名行业第六，股票基金经纪份额 4.31%；
- 投行业务：2014 年 IPO 承销行业第一，新三板挂牌数量行业第三；
- 融资融券：2015 年 2 月末融资融券余额 720.27 亿元，行业排名第二；
- 资产管理：2014 年基金及集合理财排名合计规模 5898 亿元，排名行业第一。

证券行业：金融利益格局重塑，代客理财加速储蓄搬家

资本市场大发展，金融利益格局重塑

疲弱的经济倒逼资本市场改革，银行、信托已经被“刚性兑付”困住，无以为继，包括国有资产、房地产资产和银行在内的巨额存量有待盘活，经济结构需要改善，而这一切的前提是要有活跃的二级市场和公开透明的价格形成机制。

资本市场的壮大将调整银行独大的金融利益分配格局，证券化率将显著提升，证券行业将迎来全新的金融生态。制度创新带动业务创新，业务创新带动盈利增长的逻辑有望呈现。券商业务创新机遇不仅包括类信贷业务（包括融资融券、股票质押式回购、约定式购回、收益权互换），还有注册制下的公司承销定价、并购重组和杠杆收购、新三板做市、期权衍生品、沪港通、深港通跨境交易等。

大券商，大机遇。由于创新业务需要大平台，具有显著规模经济性，加上客户分化，且大客户选择大券商，创新业务大多数都属于机构业务，因此在这轮竞争中券商将明显受益。从草根调研情况看，融资 10 亿元以上的客户往往主动性选择大券商，10%的大客户贡献约 90%收益。这一点已经在类信贷业务上体现出来，由于大券商具有银行间市场发债资格和较优信用评级，可以获得较低融资成本，从而获得高于同行的利差空间。

代客理财加速储蓄搬家

对于证券市场：账户管理业务将加速储蓄搬家。证券业协会拟允许证券投资顾问为客户账户提供直接的管理服务。降息、降准只是推力，投顾代客理财是拉力，降息、降准可以促发具投资理财能力的客户，主动调整自己的大类资产配置，而对于不具投资理财能力的客户而言，很难直接参与证券投资。然而放开证券投资顾问管理客户账户，让专业投资顾问介入家庭资产配置，料将加速储蓄搬家。

对于证券行业：改变经纪业务商业模式。互联网时代，只能做信息传播者的经纪业务通道业务，价值正在下降。代客理财不仅可以增加券商收入来源，也有助于打造真正的金融顾问（FC）团队。增加客户粘性，提升券商品牌和盈利。国信证券在杭州、南京和上海营业部曾尝试客户账户管理业务，取得了不错的回报。海外成功经验不胜枚举，比如具有高素质



投顾团队的券商可以借鉴美林，以金融顾问（FC）服务高净值客户；具有客户规模优势的券商可以借鉴嘉信，以产品形式将第三方投顾拉入账户平台。

维持行业“强于大市”评级。代客理财业务料将促发券商经纪业务转型和 FC 落地。有助于提升券商对客户账户资产的把控能力，增加客户粘性，并通过市场筛选机制，留下优秀人才，提高券商服务品质和品牌效应。两融检查带来的负面影响逐渐消化，资金入市节奏加快，交易量重新升至万亿，尽管去年 11 月因低估值和高预期差所带来的波澜壮阔的行情难以重现，但随着交易量和两融的温和放量，慢牛值得期待，大券商估值具有安全边际，我们给与证券行业“强于大市”评级。

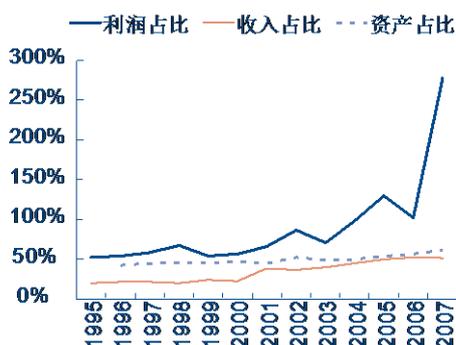
表 4：融资结构国际比较

	美国	日本	中国
间接信用余额/GDP	246%	368%	200%
直接信用余额/GDP	363%	411%	95%
其中：债券未偿总额/GDP	219%	298%	53%
股票市值/GDP	143%	112%	42%
间接信用/直接信用（倍）	0.68	0.90	2.11

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：2013 年末，中国间接信用余额包含银行贷款、银行理财和信托资产

图 1：美国四大投行利润、收入、资产占比



资料来源：SIFMA，四大投行指：美林、高盛、摩根、雷曼

图 2：中国证券公司集中度



资料来源：Wind，中信证券研究部整理（2013 年度）

表 5：证券行业盈利预测

亿元	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	1,295	1,592	2,600	4,000	4,274
其中：经纪收入	504	759	980	1,916	1,629
承销保荐收入	177	129	272	416	541
投资业务收入	290	306	763	700	750
资产管理收入	27	70	121	157.3	204
类信贷利息	53	185	284	609	921
财务顾问	36	45	70	91	118
投资咨询	11	26	30	30	30
其他收入	197	74	80	80	80
营业成本	856	1,005	1,374	1,580	1,738
营业利润	439	587	1,226	2,420	2,535
营业利润率	33.91%	36.86%	47.15%	60.49%	59.33%
净利润	329	440	965	1,904	1,996
净资产	6,943	7,539	9,192	12,596	14,992
ROE	4.74%	5.84%	10.50%	15.12%	13.31%
净利润增速		33.80%	119.32%	97.36%	4.79%
净资产增速		8.58%	21.93%	37.04%	19.02%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

唯一非国有控制的大券商

广发的业务竞争优势，源于市场化的机制。广发是中国前十大券商中唯一非国有控制的公司，广发的股东主要由民营和非国有控股股东组成，没有控股股东。本次 H 股发行后，假设超额配售选择权完全行使，公司第一大股东辽宁成大持股 16.40%，第二大股东吉林敖东持股 16.33%。

均衡、多元化的股东结构是良好公司治理的基础。在此基础上，管理层团队有更大的灵活性，使得决策更加商业化更具效率。分散的股权结构也增加了公司被并购的预期，媒体多次报道有企业集团欲通过控股广发证券，介入证券领域，在金融牌照放开的大背景下，被收购预期的存在，会持续促发公司股价活跃。

零售业务具备高净值客户基础

截至 2014 年底，广发证券拥有 249 家证券营业部，覆盖了经济比较发达的珠三角、长三角、胶东半岛、环渤海地区和主要省份城市，其中广东地区 109 家，贡献经纪收入的 49.27%，京、沪、苏、浙、粤沿海发达地区营业部 152 家，贡献经纪业务收入 64.35%。

截至 2014 年底，广发拥有 418 万名经纪业务客户，其中资产超过 500 万人民币的高净值客户有 1.45 万户，资产规模在 50 万-500 万人民币的财富管理客户有 19.30 万户。同时公司拥有优质的投顾团队服务高净值客户，2014 年末公司拥有超过 1600 名投资顾问，数量位于行业之首，平均从业 8 年以上。区别于普通客户，高净值客户和财富管理客户将获得专职投资顾问服务和个性化定制理财产品服务。

投行业务与资金业务形成良性互动

投行业务增强广发对企业客户的拉力。2014 年广发证券在中小项目 IPO 排名行业第一，在机械设备制造、信息技术产业和传媒产业等中小项目上积累了优势。A 股发行注册制改革完成后，对于项目资源的把控力会增强广发对于企业客户的粘性，从而增加托管业务规模。

通过股票质押融资等资金业务实现盈利。为了满足客户对于投融资、风险管理和流动性的需求，公司正向全面金融服务商转型。企业法人股票托管后，存在市值管理需求和融资需求，预计广发可以通过收益互换、股票质押等资金业务满足客户需求，增加利息收入。以投行业务增强客户拉力，通过资金业务实现盈利，投行业务与资金业务将形成良性互动。

超越同行的投资能力

公司拥有业内最稳定的投资团队，自营业务即使在 2008 年金融危机中也没有出现亏损，业绩波动较小。在 2015 年市场趋势性机会中，有望创造超额收益。衍生品团队曾经历过 2005 年权证创设周期，有经验、有团队、有策略，正积极参与 ETF 期权做市。

为了与其他公司可比，我们重新定义了自营收益和自营资产的口径（详见表 8 注），在可比口径下，2014 年广发实现自营收益率 8.36%，显著高于海通、华泰、招商和东方，2013 年自营收益率 7.64%，略低于东方和招商，高于海通、华泰。



表 6：广发自营业务收益率同业比较

	2014				
	海通证券	华泰证券	招商证券	广发证券	东方证券
自营收益	26.66	26.68	21.35	44.07	33.00
平均自营资产	622	459	362	527	417
自营收益率	4.28%	5.81%	5.91%	8.36%	7.91%
	2013				
	海通证券	华泰证券	招商证券	广发证券	东方证券
自营收益	25.82	12.82	20.16	29.81	26.20
平均自营资产	474	240	250	390	326
自营收益率	5.44%	5.33%	8.07%	7.64%	8.03%

资料来源：wind，中信证券研究部整理 注：自营收益=投资收益-对联营合营企业投资收益+公允价值变动损益+可供出售金融资产公允价值变动；自营资产=交易金融资产+可供出售金融资产

定位：中国投资和投资中国

中国企业海外投资。广发证券旗下的 GF Financial Markets (UK) Limited 是伦敦金属交易所唯一一家由中国公司拥有能够从事圈内交易的会员，在国际主要商品市场为中国客户提供交易及清算服务。随着中国企业对于加拿大矿产、能源和农业投资的增加，2014 年广发证券在温哥华设立广发证券（加拿大）公司，为中国企业在加投资提供金融服务。

海外客户投资中国。随着移民的增长，华人在加拿大投资 A 股和 H 股服务需求不断增加。加拿大公司的设立，也满足了海外华人投资中国的需求。2014 年广发证券承销了 8 家香港公开发行业务，预计未来受益于证监会降低赴港上市企业门槛的契机和公司中小项目承销上的优势，广发将为更多的海外客户投资中国提供机会。

团队稳定和长效激励相辅相成

2013 年 12 月 4 日，广发证券 15 家原始股东将 2.409 亿股广发证券股票，出售给广发证券工会所持信托，用于未来 15 年员工激励，目前信托持股已经在公开市场全部出售，具体价值与公司减持时点相关，以 2014 年股票均价计算的价值为 26.96 亿元。广发证券原本就有人员稳定的特点，加上长效股权激励，进一步强化了这一优势，同时可以避免道德风险。随着监管逐步放开，券商业务风险度逐步上升，加大了合规和风控的难度。通过长效激励机制，从源头上降低风险尤为重要。

风险因素

1. 股市大跌风险；
2. 佣金率加速下行风险。
3. 利率上行风险。



业绩预测

2015-2016 公司假设如下：

表 7：2015-2016 年广发证券盈利假设

百万元（除特殊说明外）	2013	2014	2015E	2016E
经纪业务				
全市场日均股票交易额（亿元）	1,953	3,043	7,000	7,000
市场份额	4.02%	4.31%	4.53%	4.75%
佣金率增幅	-5.18%	-18.30%	-12.00%	-10.00%
投行业务				
股票承销金额	3,168	35,237	59,358	77,165
股票承销费率	4.96%	2.50%	3.07%	3.07%
债券承销金额	21,162	38,027	45,000	50,000
债券承销费率	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
自营业务				
自营收益	2,485	3,533	3,450	3,700
类信贷业务				
融资融券平均余额	13,560	33,012	96,000	115,200
融资融券平均利率	8.60%	7.99%	8.30%	8.20%
股票质押融资平均余额	4,483	5,530	7,289	9,000
股票质押融资平均利率		7.31%	7.31%	7.31%
费用				
职工薪酬增长	21.04%	47.44%	20.00%	15.00%
除薪酬以外的其他费用增长	3.39%	21.86%	20.00%	15.00%

资料来源：wind、公司公告、中信证券研究部预测

预计 2015 年净利润 113.88 亿元，同比增长 126.75%。基于以上业务假设，假设超额配售选择权完全行使，我们预计 2015/16 年公司实现净利润预测为 113.88/117.37 亿元，EPS 分别为 1.49/1.54 元/股，期末 BVPS 为 9.66/11.20 元。参照可比公司的估值水平及 A/H 溢价水平，我们认为广发证券 H 股上市合理定价区间为 27.62 港元~30.53 港元/股。

表 8：广发证券财务预测

百万元 (除特殊说明)	2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E	
利润表摘要					资产负债表摘要				
手续费及佣金收入	4,294	7,977	13,671	13,950	主动性货币资金	6,777	18,685	18,685	18,685
其中：经纪业务	3,644	5,053	10,345	9,831	交易性金融资产	23,610	26,997	29,696	29,696
投行业务	405	1,742	2,623	3,270	可供出售金融资产	20,407	34,410	37,851	37,851
资管业务	205	1,123	649	785	主动性总资产	86,948	169,249	213,975	232,713
利息净收入	971	1,499	5,590	6,644	股本	5,919	5,919	7,621	7,621
总投资收益	2,912	3,914	3,914	4,187	归属母公司所有者 净资产	34,650	39,611	73,638	85,375
营业收入	8,209	13,395	23,180	24,785	财务指标				
业务及管理费	4,237	5,926	7,148	8,210	营业收入增长率	17.75%	63.17%	73.05%	6.93%
营业利润	3,464	6,553	14,708	15,160	净利润增长率	28.41%	78.49%	126.75%	3.06%
归属母公司所有者 净利润	2,814	5,023	11,388	11,737	管理费用率	51.61%	44.24%	30.84%	33.13%
每股指标及估值					营业利润率				
EPS（元）	0.48	0.85	1.49	1.54	ROE	8.12%	12.68%	15.47%	13.75%
BVPS（元）	5.85	6.69	9.66	11.20	ROA*	3.24%	2.97%	5.32%	5.04%

资料来源：wind、中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。**香港特区：**本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）发行及分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。**香港特区：**对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 无需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务未收到任何补偿或委托；(iii) 无雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。